BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Avril 2014

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2014

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2014

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté et Lawrence Schembri.

« Lors de réunions tenues récemment, [...] les pays du G20 se sont fixé comme objectif d'accroître collectivement le PIB mondial de 2 % au cours des cinq prochaines années. [Cet objectif] est raisonnable et le Canada le fait sien. Comme nous sommes une petite économie ouverte, nous avons la possibilité de recourir aux marchés extérieurs pour alimenter notre croissance, et ce, en développant nos entreprises internationales. »

—Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
Halifax (Nouvelle-Écosse)
18 mars 2014

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Conditions financières 2
- États-Unis 4
- Autres économies avancées 6
- Économies émergentes 6
- Cours des produits de base 7
- Résumé 10

L'économie canadienne 11

- Évolution récente de l'inflation 12
- Exportations 17
- Perspectives de croissance 21
- Perspectives d'inflation 22

Les risques entourant les perspectives d'inflation 25

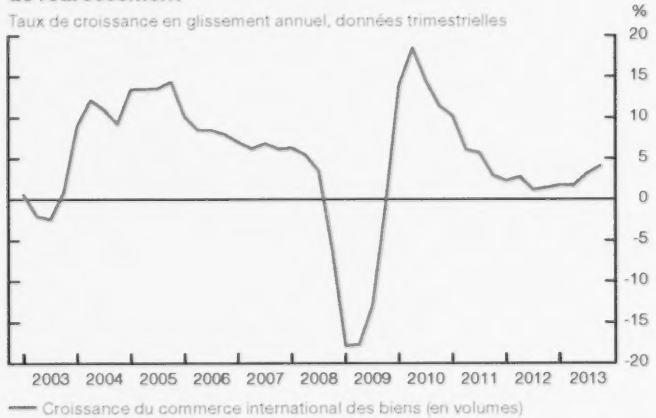
L'économie mondiale

L'expansion de l'économie mondiale devrait se raffermir au cours des trois prochaines années, à mesure que les vents contraires qui ont bridé l'activité se dissiperont. En effet, les efforts d'assainissement budgétaire dans de nombreuses économies avancées, qui ont exercé un effet modérateur notable sur la croissance à l'échelle du globe, ont nettement diminué. De plus, le processus de réduction du levier d'endettement dans le secteur privé semble bien avancé. L'incertitude quant à l'évolution future de la demande s'atténue et la politique monétaire demeure fortement expansionniste. Cette situation crée des conditions financières propices à un rebond des dépenses des ménages et des entreprises. On s'attend aussi à ce que les réformes économiques favorisent et aident à rééquilibrer la croissance dans certains pays au fil du temps.

Le renforcement de la demande devrait dynamiser le commerce international, ce qui contribuera à jeter les bases d'une croissance économique autosuffisante. Les échanges commerciaux ont été contenus par certains facteurs, dont la progression modeste des investissements dans bon nombre d'économies avancées et l'augmentation notable des restrictions commerciales[1]. Les récentes données du commerce montrent quelques signes de redressement, cependant, et laissent supposer que certains de ces facteurs ont commencé à s'estomper (Graphique 1).

Graphique 1 : **Le commerce international montre certains signes de redressement**

Taux de croissance en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas (CPB) Dernière observation : 2013T4

1 L'Organisation mondiale du commerce a conclu dans son dernier rapport sur les mesures commerciales du G20 que les restrictions commerciales ont augmenté et que celles qui ont été introduites par les pays du G20 depuis la fin de 2008 touchent près de 4 % des importations mondiales de marchandises.

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2013	2014	2015	2016
États-Unis	20	1,9 (1,9)	2,8 (3,0)	3,2 (3,2)	3,0
Zone euro	14	-0,4 (-0,4)	1,1 (0,9)	1,3 (1,4)	1,6
Japon	5	1,5 (1,7)	1,2 (1,8)	1,3 (1,1)	1,0
Chine	15	7,7 (7,7)	7,3 (7,2)	7,3 (7,1)	7,2
Autres pays	47	2,9 (2,9)	3,2 (3,2)	3,8 (3,8)	3,8
Ensemble du monde	100	2,9 (2,9)	3,3 (3,4)	3,7 (3,7)	3,7

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2013

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

La croissance de l'économie mondiale devrait passer de 2,9 % en 2013 à 3,3 % en 2014 et à 3,7 % en 2015 et en 2016 — des chiffres largement conformes à ceux présentés dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier (**Tableau 1**). Dans ce contexte, les cours d'un certain nombre de produits de base déterminants pour les termes de l'échange du Canada semblent bénéficier d'un bon soutien. Si les risques entourant les perspectives de l'économie mondiale semblent relativement équilibrés et demeurent plus faibles qu'au cours des périodes antérieures, la viabilité de la croissance en Chine et dans d'autres pays émergents, la faiblesse persistante de l'inflation dans les économies avancées et la situation géopolitique récente alimentent les inquiétudes.

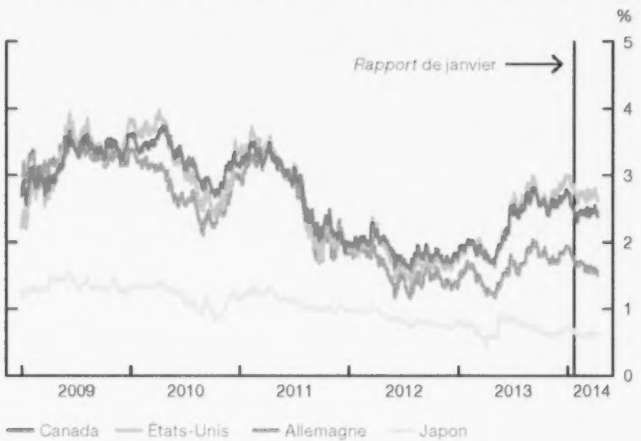
Les conditions financières dans les économies avancées et les économies émergentes ont divergé

Les conditions financières mondiales continuent à soutenir l'expansion, dans un contexte de réduction graduelle du rythme d'achat d'actifs par la Réserve fédérale américaine. Dans les économies avancées, les conditions financières sont très favorables. Les taux des obligations d'État à long terme n'ont guère varié depuis janvier et ils sont encore bas en regard du passé, alors que de nombreux marchés boursiers avoisinent des sommets historiques (**Graphique 2** et **Graphique 3**). Les conditions du crédit aux entreprises demeurent avantageuses, particulièrement aux États-Unis, les faibles écarts sur les obligations de sociétés favorisant un volume d'émission robuste.

Parallèlement, dans les économies émergentes, les conditions financières se sont resserrées et la volatilité s'est intensifiée sur les marchés, en raison notamment de l'incertitude politique. Néanmoins, la volatilité est demeurée nettement sous les moyennes historiques. C'est dans les pays dont les facteurs fondamentaux étaient les plus faibles que les conditions financières se sont le plus détériorées (**Graphique 4**), et plusieurs banques centrales des économies émergentes ont été forcées de relever leurs taux directeurs dans un effort pour stabiliser les marchés.

Graphique 2 : **Dans les économies avancées, les taux des obligations d'État à long terme n'ont guère varié depuis la parution du dernier *Rapport***

Taux à l'échéance des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Reuters

Dernière observation : 11 avril 2014

Graphique 3 : **De nombreux indices boursiers avoisinent des sommets historiques**

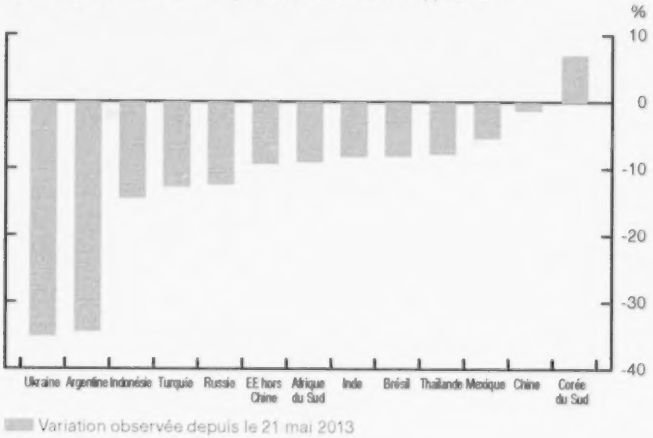
Base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes

Source : Bloomberg

Dernière observation : 11 avril 2014

Graphique 4 : **Les plus fortes dépréciations des taux de change ont été observées dans les économies émergentes dont les facteurs fondamentaux étaient faibles**

Taux de variation; les valeurs positives dénotent une appréciation



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 11 avril 2014

La croissance aux États-Unis devrait se redresser à la suite du ralentissement dû aux conditions météorologiques

L'activité économique devrait s'intensifier aux États-Unis, la croissance devant passer d'environ 2 % en 2013 à quelque 3 % en moyenne au cours des trois prochaines années. Selon la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la croissance de l'économie américaine en 2014 devrait se situer dans un intervalle de ± 0,5 point de pourcentage autour du taux projeté par la Banque, la fourchette étant légèrement plus large pour 2015 et 2016.

Après une forte croissance au second semestre de 2013, l'économie américaine a enregistré un fléchissement abrupt de son rythme d'expansion au début de 2014. Des froids inhabituels pour la saison et de violentes tempêtes de neige ont provoqué des perturbations temporaires des chaînes d'approvisionnement, une réduction de l'activité dans le secteur de la construction et un report de certaines dépenses de consommation. L'activité perdue devrait être récupérée en grande partie, comme en témoignent le redressement récent des ventes de véhicules automobiles, les indices des directeurs d'achat et l'emploi.

La Banque prévoit que la croissance de la production s'accélérera aux États-Unis, à mesure que se dissiperont les effets modérateurs de la réduction du levier d'endettement des ménages, de l'assainissement budgétaire et de l'incertitude. Même si la Réserve fédérale des États-Unis a annoncé à sa réunion de mars une réduction du rythme mensuel de ses achats d'actifs, qui sera ramené de 65 à 55 milliards de dollars, les conditions monétaires continuent d'être assouplies. Dans son annonce, le Comité de l'open market a remplacé les indications prospectives quantitatives par des indications qualitatives et a aussi mentionné que la politique monétaire demeurerait expansionniste même après que l'emploi et l'inflation seront proches des niveaux correspondant à son mandat[2].

2 Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, communiqué du 19 mars 2014.

Graphique 5 : **La croissance des investissements des entreprises américaines devrait demeurer robuste**

Nota : Les dépenses en capital projetées sont mesurées en utilisant la moyenne pondérée des soldes des opinions concernant les intentions en matière de dépenses en capital exprimées pour les six prochains mois, tirées des enquêtes sur les industries manufacturières conduites par les banques fédérales de réserve de New York, Philadelphie, Richmond et Kansas City.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis; banques fédérales de réserve de New York, Philadelphie, Richmond et Kansas City; calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2014T1 (dépenses en capital projetées) et 2013T4 (investissements fixes non résidentiels)

Dans ces circonstances, la demande intérieure privée devrait se renforcer. Les dépenses de consommation devraient être stimulées par l'accroissement de la richesse des ménages et l'amélioration des conditions sur le marché du travail. On s'attend aussi à ce que la forte reprise du marché du logement se poursuive, quoique à un rythme un peu plus lent qu'escompté en janvier, en raison des normes rigoureuses en matière d'octroi de prêts à l'habitation et des conditions difficiles sur le marché du travail pour les jeunes travailleurs, lesquelles nuisent à la formation des ménages.

Ce raffermissement de la demande devrait à son tour se traduire par une hausse des investissements des entreprises (**Graphique 5**). Étant donné la baisse de l'incertitude touchant les politiques publiques et l'économie, il existe un risque à la hausse que les consommateurs et les entreprises (surtout à la lumière des bilans solides des sociétés) augmentent leurs dépenses plus rapidement que prévu. Un tel scénario aurait des retombées positives généralisées sur l'économie mondiale.

Les exportations nettes devraient freiner un peu la croissance de l'économie américaine pendant la période de projection. La hausse de la demande étrangère visant les exportations sera contrebalancée par une croissance encore plus rapide de celle des importations découlant de la vigueur de la demande intérieure. Les importations de produits non énergétiques devraient augmenter alors que la production accrue de pétrole et de gaz naturel aux États-Unis continuera à pousser à la baisse les importations de produits énergétiques.

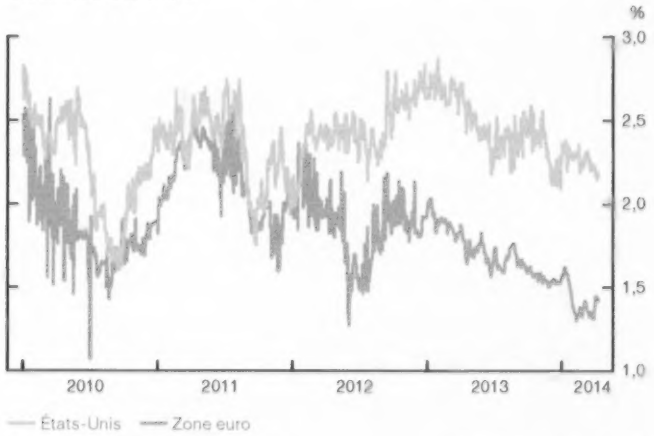
La situation demeure difficile dans plusieurs autres économies avancées

La persistance d'importantes capacités excédentaires dans bon nombre d'économies avancées a poussé l'inflation nettement en deçà des taux visés. Dans la zone euro, même si la croissance se renforce et se généralise à la faveur des progrès accomplis dans la réduction des leviers d'endettement, l'inflation a continué de descendre et les attentes d'inflation ont nettement baissé (**Graphique 6**). Bien qu'on s'attende à ce que l'inflation augmente graduellement durant la période de projection à mesure que l'offre excédentaire se résorbera, il existe un risque que la désinflation se poursuive et peut-être même qu'elle se transforme en déflation. La matérialisation de ce risque menacerait l'expansion, en alourdissant les fardeaux d'endettement réels et en incitant les ménages et les entreprises à retarder leurs dépenses. De plus, la situation concernant la Russie et l'Ukraine représente un important risque à la baisse pour la reprise fragile en Europe.

Au Japon, l'inflation modérée demeure aussi un risque, malgré une hausse importante de l'inflation fondamentale et de l'inflation globale au cours de la dernière année, par suite de l'adoption de mesures énergiques d'assouplissement monétaire. Récemment, la demande intérieure a été plutôt forte, en raison du devancement des dépenses de consommation avant le relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée en avril. Cependant, pour progresser vers l'atteinte de la cible d'inflation, le Japon devra connaître une activité économique soutenue et durable.

Graphique 6 : **Les attentes d'inflation à moyen terme ont nettement baissé dans la zone euro**

Taux des swaps à coupon zéro indexés sur l'inflation pour un horizon de deux ans débutant dans deux ans



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 11 avril 2014

La croissance dans les économies émergentes devrait être solide, mais les vulnérabilités restent importantes

En Chine, la croissance économique devrait demeurer entre 7 et 7 1/2 % au cours des trois prochaines années. On s'attend à ce que les autorités favorisent un déplacement de la demande allant de l'investissement vers la consommation et à ce qu'elles freinent la progression du crédit. Une incertitude considérable plane toutefois sur la manière dont ce déplacement

s'opérera. Il existe un risque que l'activité sur le marché immobilier freine plus rapidement qu'anticipé, du fait du ralentissement du crédit. Compte tenu des liens étroits entre les banques, les promoteurs immobiliers et le secteur bancaire parallèle, la faiblesse du secteur du logement pourrait provoquer de fortes tensions dans le système financier et déprimer l'activité économique réelle.

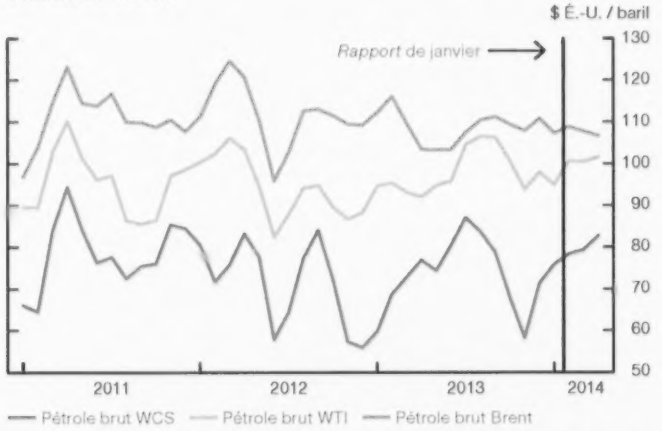
L'incertitude accrue et le resserrement des conditions financières devraient brider la croissance dans d'autres pays émergents au premier semestre de cette année. On prévoit que l'activité gagnera en vigueur par la suite, grâce au raffermissement de la demande extérieure et aux nouvelles avancées sur le plan des réformes économiques. Néanmoins, à mesure que les conditions financières mondiales reviendront à la normale, les investisseurs continueront à réévaluer les perspectives concernant les pays émergents, ce qui pourrait entraîner une volatilité accrue, des sorties de capitaux et de graves turbulences sur les marchés financiers. Une telle situation exercerait un effet modérateur sur la demande mondiale, les prix des produits de base et les termes de l'échange du Canada.

Les cours d'un certain nombre de produits de base sont soutenus par les facteurs à l'œuvre du côté de l'offre

De récents événements touchant l'offre ont soutenu les prix de l'énergie et des produits agricoles. Les cours du West Texas Intermediate (WTI) se sont accrus de 10 % depuis la parution du *Rapport* de janvier, par suite de l'atténuation des contraintes liées au transport qui a contribué à une réduction substantielle des stocks à Cushing comparativement à l'an dernier (**Graphique 7**). Les prix des produits agricoles ont bondi depuis janvier (**Graphique 8**). Ceux des produits céréaliers ont grimpé, sous l'effet des sécheresses en Amérique du Sud et dans certaines régions des États-Unis ainsi que des troubles en Ukraine. Les prix du bœuf et du porc ont également vivement augmenté, en raison des préoccupations concernant la diminution

Graphique 7 : **Les cours du pétrole en Amérique du Nord se sont accrus depuis janvier**

Données mensuelles



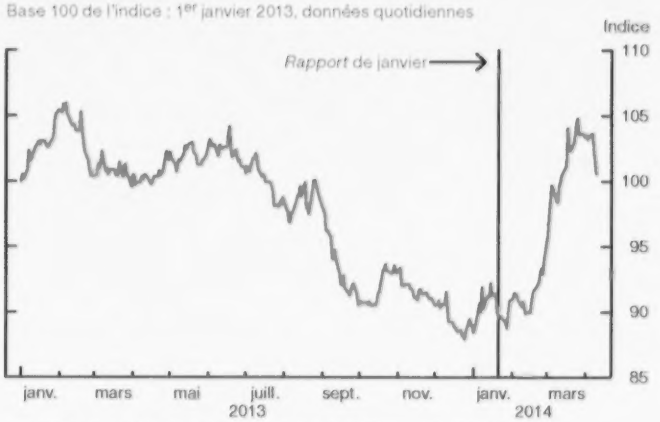
Nota : Les sigles WCS et WTI signifient respectivement Western Canada Select et West Texas Intermediate. Les valeurs pour avril 2014 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 11 avril 2014.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : avril 2014

Graphique 8 : **Les prix des produits agricoles ont connu une hausse marquée depuis janvier**

Base 100 de l'indice : 1er janvier 2013, données quotidiennes



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 11 avril 2014

des cheptels et un virus mortel s'attaquant aux porcelets. Parallèlement, des pressions à la baisse se sont exercées sur les prix des métaux communs, spécialement le cuivre, du fait des inquiétudes à propos du ralentissement de la demande chinoise.

Il importe de noter que la Banque a modifié son hypothèse de travail relative au profil d'évolution des prix de l'énergie dans son scénario de référence. Dans le passé, la Banque postulait que les prix de l'énergie évolueraient selon les courbes des cours à terme; elle table désormais sur le fait qu'ils demeureront près de leurs niveaux actuels. Des travaux empiriques récents indiquent que cette approche permet d'obtenir une prévision plus juste, en moyenne, que celle fondée sur les cours à terme; elle s'inscrit également dans la logique de l'hypothèse technique retenue par la Banque concernant le taux de change[3]. Dernièrement, les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select ont avoisiné en moyenne 107 dollars É.-U., 101 dollars É.-U. et 80 dollars É.-U., respectivement.

L'expérience passée donne à penser qu'une large marge d'incertitude entoure toute prévision des prix de l'énergie et que les risques qui y sont associés ne sont pas nécessairement distribués de manière symétrique. Selon la dernière analyse que la Banque a faite des facteurs à l'œuvre du côté de la demande et de l'offre, les risques sont vraisemblablement orientés à la baisse. Plus particulièrement, si la production de pétrole de schiste aux États-Unis était supérieure aux estimations actuelles et que certains pays membres de l'OPEP accroissaient leur production plus rapidement que prévu, il est probable que les prix tomberaient sous le niveau postulé dans le scénario de référence (**Encadré 1**).

Le redressement de l'activité à l'échelle du globe devrait faire monter les cours de nombreux produits de base non énergétiques. Compte tenu du niveau élevé prévu des cours du pétrole, les termes de l'échange du Canada devraient rester élevés.

3 Voir, par exemple, R. Alquist, L. Kilian et R. J. Vigfusson (2013), « Forecasting the Price of Oil », *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2A, sous la direction de G. Elliott et A. Timmermann, Amsterdam, North-Holland, p. 427-507.

Encadré 1

La révolution du pétrole de schiste : incidence sur le Canada

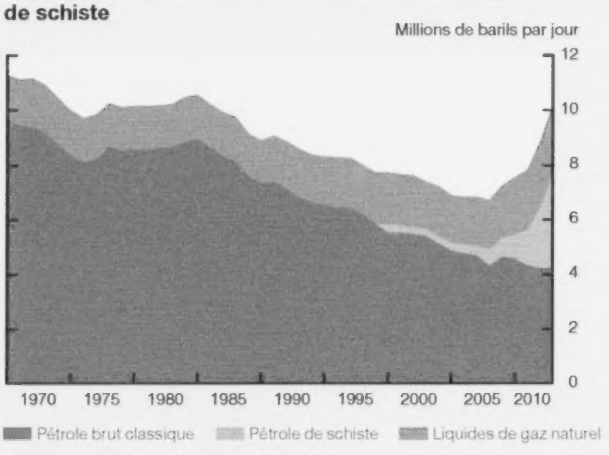
Après avoir décliné pendant près de trente ans, la production de pétrole des États-Unis a connu une forte augmentation ces cinq dernières années, à la faveur d'innovations technologiques qui ont rendu possible l'extraction de pétrole léger de formations schisteuses (**Graphique 1-A**). Presque inexistante en 2005, la production américaine de pétrole de schiste (parfois appelé pétrole léger de réservoirs étanches) a depuis bondi, pour atteindre actuellement plus de trois millions de barils par jour, et dépasse sans cesse largement les prévisions. Sa croissance devrait en outre demeurer solide jusqu'à la fin de la présente décennie. Par ailleurs, on trouve d'abondants gisements de ce type de pétrole à l'échelle de la planète; le volume mondial de pétrole de schiste techniquement récupérable, dont une partie se situe au Canada, est en effet estimé à 345 milliards de barils (**Graphique 1-B**).

La révolution du pétrole de schiste pourrait être préjudiciable aux producteurs canadiens en raison de deux grands facteurs : 1) une réduction de la demande d'hydrocarbures importés du Canada et 2) une baisse des prix causée par l'accroissement de l'offre. La Banque estime toutefois que ces facteurs devraient avoir un effet relativement limité sur la production de pétrole au pays[1].

Léger (voire très léger) et non corrosif, le pétrole brut extrait de formations schisteuses n'est pas en concurrence directe avec les exportations canadiennes de pétrole, dont le brut lourd (pétrole des sables bitumineux) représente une part de plus en plus prépondérante[2]. Les raffineries américaines existantes sont en grande partie configurées pour traiter du pétrole lourd, ce qui favorise la demande de brut canadien[3]. Il existe néanmoins un risque qu'une surabondance de pétrole léger sur le marché américain, causée par des restrictions aux exportations et des infrastructures inadéquates, entraîne une baisse des prix qui pourrait inciter les raffineries à mettre à l'arrêt leurs unités de raffinage de brut lourd.

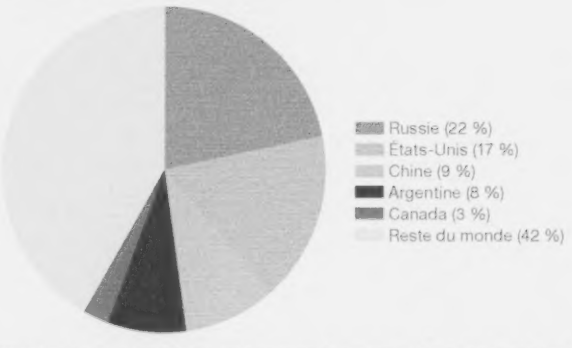
Même si la révolution des hydrocarbures de schiste exercera des pressions à la baisse sur les cours mondiaux du pétrole, elle ne devrait pas avoir, à elle seule, une incidence suffisamment importante pour freiner outre mesure l'expansion du secteur pétrolier canadien. Comme le coût de production du pétrole de schiste est bien souvent aussi élevé que celui du pétrole des sables bitumineux, seuls les gisements canadiens les moins productifs et les plus onéreux à exploiter devraient être touchés. La révolution du pétrole de schiste fait néanmoins peser un risque à la baisse sur les prix.

Graphique 1-A : **Le regain de la production américaine de pétrole est stimulé par la révolution des hydrocarbures de schiste**



Source : *Annual Energy Outlook 2014* (1re livraison) de l'Energy Information Administration des États-Unis — Dernière observation : 2013

Graphique 1-B : **Répartition par pays du volume de pétrole de schiste techniquement récupérable, estimé à 345 milliards de barils**



Nota : Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des pourcentages n'est pas égale à 100.

Source : Energy Information Administration des États-Unis — Dernière observation : 2013

1 Les États-Unis ont aussi connu un boom de la production du gaz de schiste. Depuis 2005, le volume des exportations nettes de gaz naturel du Canada vers ce pays a chuté d'environ 40 %, et leur valeur totale, de 80 %.

2 Le brut léger et le brut lourd nécessitent des unités de raffinage différentes.

3 Il y a un risque que les exportations canadiennes de pétrole léger se ressentent de l'augmentation de la production d'hydrocarbures de schiste aux États-Unis. Toutefois, une part substantielle de la hausse prévue est attribuable aux « condensats », considérés comme très légers, qui ne peuvent pas se substituer directement aux exportations canadiennes de brut léger. De plus, la croissance de la production de ces hydrocarbures très légers pourrait profiter aux producteurs canadiens de pétrole des sables bitumineux et de pétrole lourd, les condensats étant utilisés pour réduire la viscosité de ces derniers en vue d'en faciliter le transport par oléoduc ou par train.

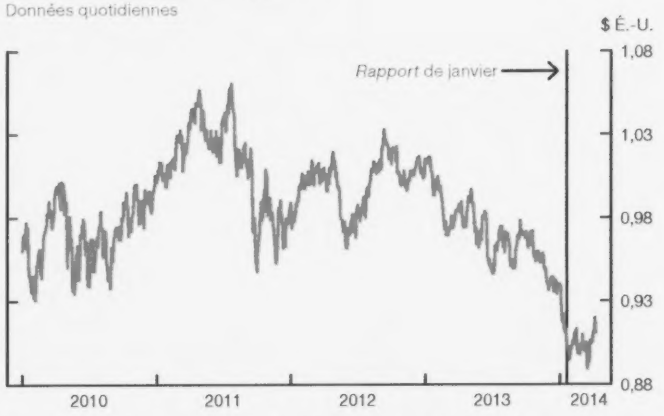
Résumé

L'amélioration escomptée de la croissance économique mondiale, en particulier des investissements des entreprises et de l'investissement résidentiel aux États-Unis, devrait faire augmenter les exportations canadiennes au cours de la période de projection. La hausse de la demande de produits de base non énergétiques à l'échelle du globe, conjuguée au niveau élevé attendu des cours du pétrole, devrait soutenir l'investissement au Canada.

La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne aux environs de 91 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mars, ce qui est conforme au niveau postulé en janvier (**Graphique 9**). La Banque postule que le dollar canadien devrait se maintenir à son niveau le plus récent de 91 cents É.-U. durant la période de projection.

Graphique 9 : **Le dollar canadien est demeuré relativement stable depuis la parution du dernier *Rapport***

Données quotidiennes



Nota : Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 11 avril 2014

L'économie canadienne

Les déterminants fondamentaux de la croissance et de l'inflation au Canada continuent à se raffermir graduellement, comme on l'entrevoyait dans le *Rapport* de janvier. Même si les données récentes sur l'inflation ont été légèrement plus élevées que prévu, l'offre excédentaire au sein de l'économie et la concurrence accrue dans le commerce de détail vont probablement maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence nettement en deçà de 2 % cette année. On s'attend maintenant à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global soit supérieur à celui de l'indice de référence au cours des prochains trimestres et qu'il se situe plus près de la cible de 2 %. Cette évolution reflète principalement les hausses observées et escomptées des prix à la consommation de l'énergie, qui ont un effet provisoire sur le taux d'inflation. Les forces sous-jacentes doivent par conséquent être en place pour combler l'écart de production et pousser l'inflation mesurée par l'indice de référence à la hausse, sans quoi l'inflation mesurée par l'IPC global redescendrait au-dessous de la cible. La Banque anticipe que le rythme de progression de l'indice de référence retournera à 2 % d'ici le début de 2016, sous l'effet de la résorption graduelle des capacités inutilisées et de l'amenuisement des effets de la concurrence. Compte tenu de cette dynamique inscrite dans sa projection, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global atteindra 2 % au début de l'an prochain et demeurera à ce niveau pour le reste de la période projetée.

La croissance économique au Canada devrait avoisiner 2 1/2 % en moyenne en 2014 et en 2015. La Banque continue de s'attendre à ce que le renforcement graduel de l'économie mondiale et la récente dépréciation du dollar canadien donnent lieu à un élargissement de la composition de la croissance au pays. Par ailleurs, les évolutions récentes concordent avec les attentes de la Banque d'un atterrissage en douceur du marché du logement et d'une stabilisation des ratios de la dette au revenu des ménages. Ces perspectives sont sensiblement les mêmes qu'en janvier. Les effets du profil plus élevé des cours du pétrole sur les termes de l'échange et, partant, sur la consommation sont en grande partie contrebalancés par des données récentes qui laissent entrevoir que le redressement des exportations et des investissements des entreprises sera encore un peu retardé.

En 2016, la croissance du PIB réel au Canada devrait ralentir pour se rapprocher de 2 %, ce qui correspond à l'estimation de la Banque à l'égard du taux d'expansion de la production potentielle. La trajectoire de croissance exacte de la production potentielle au cours des prochaines années est toutefois entachée du degré d'incertitude habituel. Cela tient notamment au fait qu'une augmentation de la demande globale se répercute sur la production potentielle par l'entremise d'une hausse des investissements des entreprises, de la création de firmes et d'un accroissement du taux d'activité.

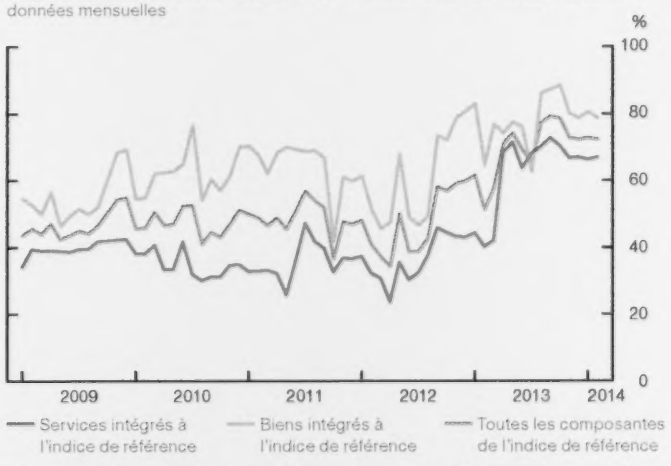
L'offre excédentaire et la concurrence accrue continuent de peser sur l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence utilisé par la Banque est restée basse, oscillant à l'intérieur d'une fourchette étroite et s'établissant en moyenne à quelque 1,2 % depuis la dernière partie de 2012. Une faible inflation a été observée pour un large éventail de biens et de services intégrés à l'indice de référence, et les effets se manifestent par conséquent dans toutes les mesures de l'inflation fondamentale que surveille la Banque (**Graphique 10** et **Graphique 11**). Bien que la cible d'inflation s'applique au taux d'augmentation de l'IPC global, ces mesures de l'inflation fondamentale permettent à la Banque de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation en excluant les variations de prix qui peuvent se faire sentir temporairement sur le taux d'accroissement de l'IPC global[4].

Le facteur primordial à l'origine de la faiblesse de l'inflation fondamentale est la marge de capacités inutilisées qui persiste au sein de l'économie canadienne (**Graphique 12**). L'incidence estimée de l'offre excédentaire sur l'inflation est encore plus marquée si l'on fait abstraction des effets des mouvements de prix propres à certains secteurs (**Encadré 2**). À la lumière des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et de l'incertitude entourant toute estimation ponctuelle, la Banque juge que l'offre excédentaire au premier trimestre de 2014 restait notable, se situant entre 1/2 et 1 1/2 %, soit légèrement en deçà de l'estimation présentée dans le *Rapport* de janvier[5]. Les indicateurs du marché du travail, notamment la progression modérée des salaires, concordent avec la persistance d'une offre excédentaire notable au sein de l'économie. La concurrence accrue dans le commerce de détail, en particulier pour les aliments et les biens

Graphique 10 : **La proportion des biens de consommation et des services intégrés à l'indice de référence qui enchérissent de moins de 2 % par an reste élevée**

Proportion pondérée des composantes qui enchérissent de moins de 2 % par an, données mensuelles



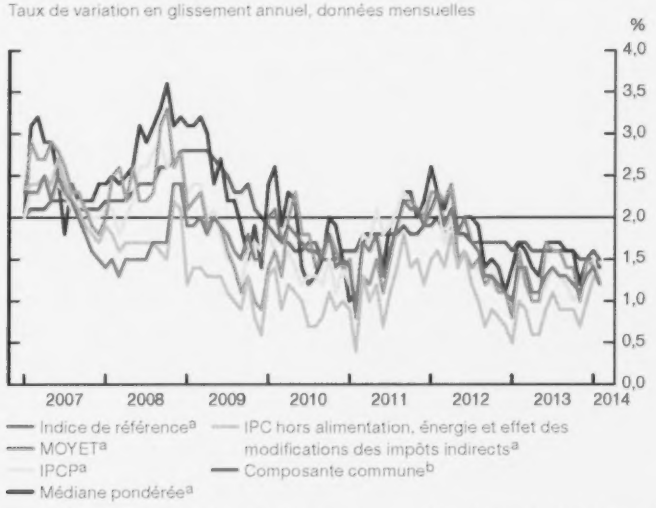
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : février 2014

4 Les prix de certaines composantes particulièrement volatiles de l'IPC, comme l'essence, les fruits et les légumes, sont exclus de l'indice de référence. Tout comme les modifications des impôts indirects, la variabilité de ces composantes entraîne souvent des fluctuations beaucoup plus prononcées du taux d'accroissement de l'IPC global que de celui de l'indice de référence.

5 Au quatrième trimestre de 2013, la croissance économique a été légèrement plus vigoureuse que la Banque ne l'anticipait, et les révisions à la hausse des données antérieures pour 2013 ont eu pour effet d'accroître davantage le niveau du PIB.

Graphique 11 : **Les différentes mesures de l'inflation fondamentale demeurent bien en deçà de 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

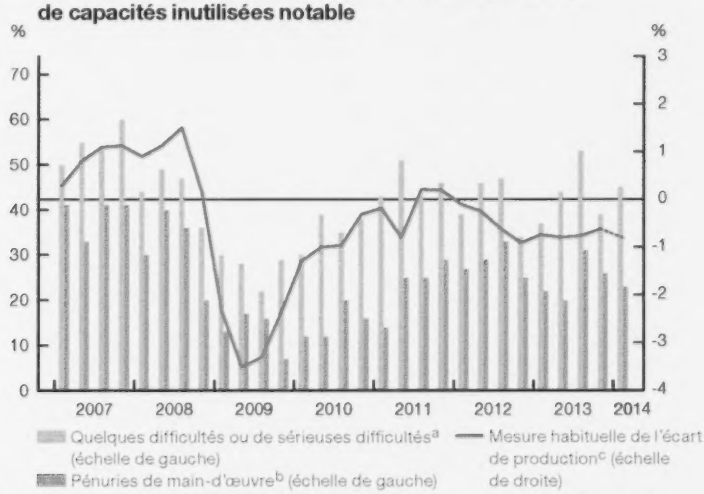


a. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

b. Mesure faisant ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin, *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : février 2014

Graphique 12 : **L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités inutilisées notable**



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré connaître une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2014 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2014T1

Encadré 2

Évaluation de l'effet sur l'inflation d'un excédent de l'offre

Dans sa livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque indiquait ne pas exclure que l'effet sur l'inflation d'un excédent de l'offre soit plus important qu'escompté précédemment. Cette possibilité tient à ce que des mouvements sectoriels de prix sont venus par le passé brouiller l'estimation de la relation entre l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'offre excédentaire[1]. Au cours des dernières années, ce sont notamment les prix des véhicules automobiles et des services réglementés qui ont affiché ce genre de mouvements idiosyncrasiques.

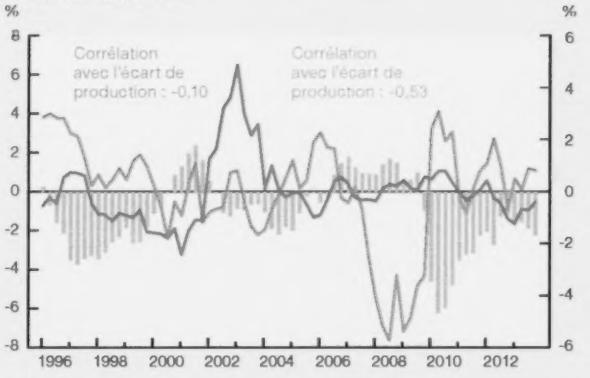
Comme le montre le **Graphique 2-A**, les variations des prix des véhicules automobiles et des services réglementés n'ont pas évolué en phase avec le cycle économique[2]. À titre d'exemple, un ajustement marqué du niveau des prix s'est opéré dans l'industrie automobile au Canada lorsque le dollar canadien a atteint la parité avec le dollar américain, en 2007. Ainsi, au début de la récession, le taux d'inflation de cette composante s'établissait au plus bas niveau jamais enregistré, et il n'a amorcé une remontée qu'au moment où les pressions inflationnistes s'atténuaient par ailleurs. Autre exemple : la poussée d'inflation qu'ont connue les services réglementés au début des années 2000 est due à une envolée exceptionnelle des primes d'assurance automobile, laquelle a, à son point culminant, contribué pour près d'un point de pourcentage à l'augmentation des prix du panier de l'indice de référence.

Il peut être utile de faire abstraction de ces variations de prix pour analyser les propriétés cycliques de l'inflation. Le **Graphique 2-B** permet de comparer l'évolution de l'écart de production avec celles de l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPCX) et d'un sous-ensemble de cet indice dont on a exclu les prix des véhicules automobiles et des services réglementés. On constate que cette mesure modifiée est bien plus fortement corrélée à l'écart de production que l'inflation mesurée par l'indice de référence, comme en témoigne la désinflation importante dont elle fait état postérieurement à la récession récente. L'exclusion des composantes qui ont affiché un comportement contracyclique au fil du temps permet ainsi de mettre en lumière une relation plus étroite entre l'inflation sous-jacente et l'écart de production.

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Les taux d'inflation des composantes véhicules automobiles et services réglementés n'ont pas évolué en phase avec le cycle économique

Données trimestrielles



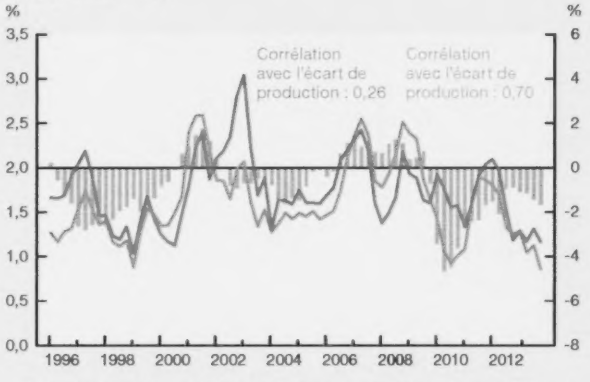
— Composante services réglementés (taux de variation en glissement annuel, échelle de gauche)
— Composante véhicules automobiles (taux de variation en glissement annuel, échelle de gauche)
Écart de production (variable retardée de quatre trimestres, échelle de droite)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T4

Graphique 2-B : Sans les composantes véhicules automobiles et services réglementés, l'inflation mesurée par l'indice de référence est bien plus étroitement corrélée avec l'écart de production

Données trimestrielles



— Inflation mesurée par l'indice de référence (taux de variation en glissement annuel, échelle de gauche)
— Inflation mesurée par l'indice de référence hors véhicules automobiles et services réglementés (taux de variation en glissement annuel, échelle de gauche)
Écart de production (variable retardée de quatre trimestres, échelle de droite)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T4

1 Une étude de la Banque montre que les mouvements communs de prix sont plus représentatifs des fluctuations de la demande globale dans l'économie canadienne (voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin (2013), *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada).

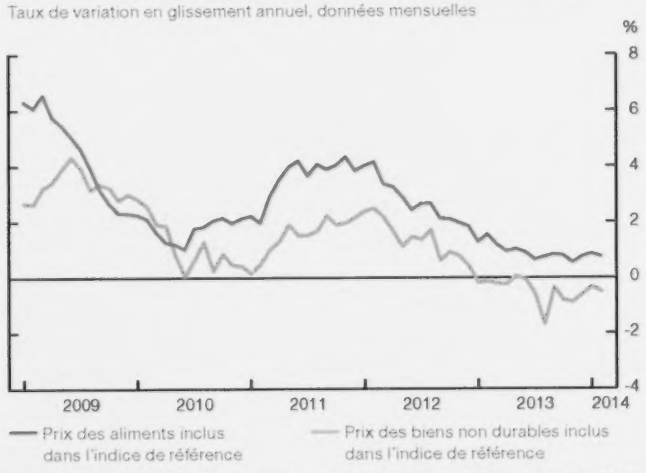
2 Cela signifie que le coefficient de l'écart de production utilisé dans l'estimation de la courbe de Phillips sera plus faible si ces prix sont pris en compte dans la mesure de l'inflation.

Encadré 2 (*suite*)

Exclure du panier de l'indice de référence les composantes qui ont été particulièrement touchées par des chocs idiosyncrasiques renseigne *a posteriori* sur les propriétés cycliques de l'inflation. Il est cependant difficile de savoir à l'avance les composantes de cet indice qui subiront de tels chocs. Et rien ne permet de supposer que le retrait des composantes dont il est question ici serait justifié dans l'avenir, d'autant plus que l'évolution des prix des véhicules automobiles et des services réglementés n'étant actuellement pas contracyclique, ces composantes ne brouillent pas l'estimation de la relation entre l'écart de production et l'inflation. C'est d'ailleurs ce qui explique que le taux d'accroissement de l'IPCX soit maintenant plus sensible à un excédent donné de l'offre qu'il l'était, par exemple, durant la récession de 2008-2009. Cela met également en évidence l'importance de faire reposer l'évaluation des pressions inflationnistes sous-jacentes sur l'analyse d'un large éventail d'informations, dont celles tirées de l'examen périodique de la dynamique de l'inflation à un niveau désagrégé.

Graphique 13 : **La concurrence accrue dans le commerce de détail contribue à la faiblesse inhabituelle de la hausse des prix des biens non durables et des aliments inclus dans l'indice de référence**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : février 2014

non durables inclus dans l'indice de référence, demeure également un facteur déterminant du niveau modéré de l'inflation mesurée par cet indice (**Graphique 13**)[6].

La dépréciation du dollar canadien au cours de la dernière année a exercé une certaine pression provisoire à la hausse sur l'inflation, qui compense en partie les effets de l'offre excédentaire dans l'économie et de la concurrence dans le commerce de détail. Le niveau plus faible du dollar canadien semble aussi avoir resserré l'écart entre les prix à la consommation au Canada et aux États-Unis, ce qui porte à croire qu'il y a moins de possibilités de pressions à la baisse pouvant être exercées par certaines composantes de prix. Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps indiquent que les firmes constatent déjà une augmentation du prix des intrants autres que la main-d'œuvre, bien que nombre d'entre elles signalent que la vive concurrence pourrait limiter la mesure dans laquelle ces coûts se répercuteront sur les prix à la consommation (**Encadré 3**).

6 Selon la meilleure estimation de la Banque, la concurrence retranche actuellement environ 0,3 point de pourcentage du taux d'accroissement annuel de l'indice de référence, ce qui correspond à l'estimation présentée en janvier. Pour obtenir des précisions sur les incidences de la concurrence sur l'inflation, voir le discours de T. Macklem intitulé *Le régime flexible de ciblage de l'inflation et la désinflation « bonne » et « mauvaise »*, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2014/02/discours-070214.pdf.

Encadré 3

Les répercussions potentielles de la dépréciation du huard sur les entreprises canadiennes

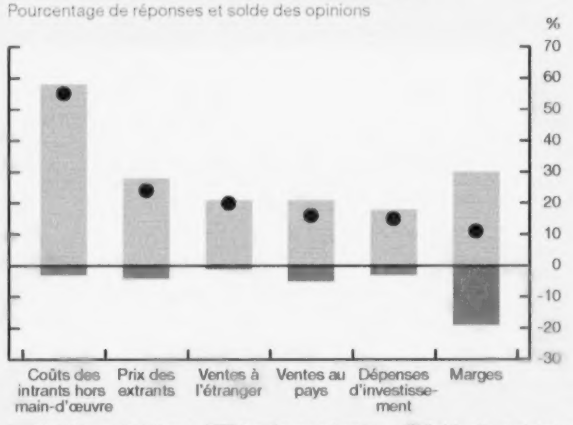
Dans une économie ouverte comme celle du Canada, les variations du taux de change influent sur la situation des entreprises par un certain nombre de canaux, notamment ceux de leurs ventes à l'étranger et au pays, de leurs coûts, de leur rentabilité ainsi que de leurs décisions et de leurs dépenses d'investissement. Dans le cadre de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises, près de 80 % des firmes interrogées sur l'influence que la dépréciation récente du dollar canadien a exercée sur leurs attentes ont indiqué au moins un type de répercussions (**Graphique 3-A**). Comme on pouvait s'en douter, les effets les plus courants qui ont été mentionnés avaient à voir avec le renchérissement des intrants et des extrants, de même qu'avec la hausse attendue des ventes à l'étranger. Dans l'ensemble, les répondants ont déclaré ne pas s'attendre à ce que la sensibilité de leur entreprise à des mouvements de change ait varié avec le temps[1].

De manière générale, c'est dans le secteur manufacturier que les entreprises sont le plus portées à anticiper une hausse de leurs ventes à l'étranger, du fait de cette dépréciation. Les répondants escomptent également des effets favorables sur leurs ventes au pays, qui découleraient principalement d'avantages indirects liés à la fois à la dynamisation de l'ensemble de l'économie canadienne, à la concurrence moins vive des importations et au fait que nombre de leurs clients sont des exportateurs. Par le passé, environ la moitié des exportations de biens non énergétiques — en particulier dans les catégories suivantes : machines et matériel industriels, matériel et pièces électroniques et électriques, pièces d'automobiles, produits aéronautiques, matériaux de construction et d'emballage, produits métalliques usinés, produits en plastique et en caoutchouc, et produits pharmaceutiques — semblent avoir été très sensibles à des variations persistantes du taux de change. Par conséquent, la récente dépréciation pourrait bénéficier à des entreprises de nombreux secteurs non énergétiques. Cela dit, beaucoup de firmes ont encore fait état de leur difficulté à maintenir, voire à accroître, leurs parts de marché aux États-Unis, en raison d'autres facteurs dont la concurrence intense que continuent de leur livrer des fournisseurs américains et étrangers. Cet élément vient conforter notre hypothèse selon laquelle la croissance des exportations hors produits de base sera un peu moins marquée que celle de la demande étrangère. En outre, selon les résultats les plus récents de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises et de celle de Statistique Canada sur les intentions d'investissement des secteurs public et privé, davantage de fabricants envisagent d'augmenter leurs dépenses en machines et matériel, ce qui augure d'une amélioration soutenue de la compétitivité et des perspectives concernant les exportations canadiennes, même si les gains prendront peut-être quelque temps à se réaliser.

Si la valeur, maintenant plus basse, du dollar canadien devrait soutenir quelque peu les ventes au cours des douze prochains mois, les répercussions les plus immédiates et les plus vastes se trouvent, d'après les entreprises, dans le taux d'accroissement des coûts des intrants intérieurs autres que ceux de la main-d'œuvre, compte tenu surtout du renchérissement des intrants intermédiaires importés. Lorsqu'ils avaient participé à l'enquête du printemps, de nombreux répondants avaient déclaré avoir déjà observé une augmentation du prix des intrants, à la suite de la récente dépréciation. L'incidence sur le prix des extrants est demeurée faible jusqu'à présent, mais certaines firmes, en particulier dans le secteur des échanges, comptent pouvoir répercuter sur leurs clients une partie de la hausse du coût de leurs intrants. Néanmoins, de nombreuses entreprises restent soumises à une vive concurrence qui continue d'exercer une pression à la baisse sur le prix de leurs extrants.

Graphique 3-A : Incidence de la baisse du taux de change sur des variables clés pour les entreprises

Pourcentage de réponses et solde des opinions



Source : Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada — Dernière observation : printemps 2014

(suite à la page suivante)

1 L'analyse présentée dans ces lignes se fonde aussi sur des travaux de recherche en cours à la Banque du Canada.

Encadré 3 (*suite*)

D'autres périodes au cours desquelles le dollar canadien s'est déprécié donnent à penser que l'augmentation du coût des intrants ne se trouvera effectivement répercutée qu'en partie sur le prix des extrants. Selon les résultats de l'enquête sur le comportement des entreprises en matière de prix que la Banque avait réalisée au cours de la période 2002-2003, la plupart des firmes canadiennes avaient pu relever leurs prix à la suite de la dépréciation qui s'était produite de la fin des années 1990 jusqu'en 2002, mais leur capacité de compenser entièrement la contraction de leurs marges bénéficiaires avait été plutôt limitée. Ce type de répercussions, qui entament les marges, se remarquait surtout dans le secteur du commerce de gros et de détail. Les recherches effectuées par la Banque laissent penser que les entreprises canadiennes sont plus enclines à ajuster les prix qu'elles pratiquent (en dollars canadiens) en réaction à l'évolution du taux de change bilatéral Canada–États-Unis si elles œuvrent dans des industries manufacturières dont la part des intrants importés est élevée[2]. Il semble donc que les avantages qui seront tirés de la dépréciation, aux chapitres des profits et du volume des ventes, varieront selon les entreprises.

2 Voir S. Cao, W. Dong et B. Tomlin (2012), *The Sensivity of Producer Prices to Exchange Rates: Insights from Micro Data*, document de travail n° 2012-20, Banque du Canada.

Si ces derniers temps l'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence affichaient en moyenne des taux presque semblables, des indicateurs récents donnent à penser que plusieurs des composantes volatiles pousseront à la hausse le taux d'accroissement de l'IPC global près de la cible au cours des prochains trimestres. En particulier, on s'attend à ce que les prix de l'énergie augmentent notablement, sous l'effet non seulement d'une montée des prix de l'essence mais aussi d'une hausse prononcée des prix du gaz naturel[7]. La dépréciation du dollar canadien contribue également à la divergence entre le taux de croissance de l'IPC global et celui de l'indice de référence, puisque certaines des principales composantes volatiles exclues de l'indice de référence sont particulièrement sensibles aux fluctuations du taux de change.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter à la faveur de l'amenuisement progressif des effets de la concurrence dans le commerce de détail, mais il faudra que l'économie ait atteint son plein potentiel pour que l'inflation demeure à la cible de 2 %. L'économie devra donc croître à un rythme supérieur à celui de la production potentielle pour que l'écart de production se résorbe; cela est prévu dans le cadre d'une contribution plus importante des exportations et des investissements à la croissance.

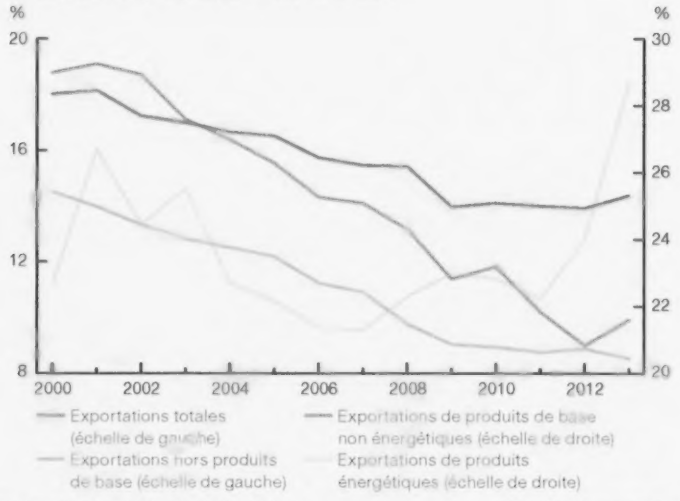
Les exportations devraient gagner en vigueur parallèlement à la demande étrangère

Bien que les exportations d'énergie aient été plus fortes en 2013 qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les catégories d'exportations hors énergie ont pour leur part continué d'afficher une tenue décevante par rapport à l'activité étrangère. Les défis sur le plan de la compétitivité ont pesé sur les exportations, comme en témoignent les nouveaux reculs de la part de marché du Canada (**Graphique 14**). En outre, les contraintes d'offre dans certains secteurs d'exportation ou une dépendance accrue à l'égard des filiales étrangères d'entreprises canadiennes pour répondre à la demande étrangère ont pu jouer un rôle. La faiblesse des exportations canadiennes hors énergie cadre en général avec le ralentissement marqué des échanges mondiaux depuis 2011. L'atonie observée ces derniers mois pourrait également tenir en partie à des facteurs liés aux conditions météorologiques.

7 La hausse des prix du gaz naturel tient principalement aux récentes augmentations approuvées par la Commission de l'énergie de l'Ontario, qui sont entrées en vigueur le 1er avril 2014.

Graphique 14 : **Le Canada a vu reculer sa part du marché d'importation américain, à l'exception de l'énergie**

En pourcentage des importations américaines



Source : base de données Comtrade des Nations Unies — Dernière observation : 2013

Compte tenu du renforcement continu de la croissance mondiale, en particulier de la croissance plus ferme et plus équilibrée aux États-Unis, les exportations canadiennes hors énergie devraient gagner en vigueur dans les trimestres à venir. Un large éventail de secteurs d'exportation devraient en bénéficier, notamment ceux qui sont liés à la construction aux États-Unis, par exemple l'exploitation forestière et les matériaux de construction. Des secteurs d'exportation comme les machines et le matériel industriels, électriques et électroniques, l'informatique et l'industrie aéronautique devraient se renforcer à la faveur du raffermissement des investissements en machines et matériel aux États-Unis. La contribution d'autres secteurs qui affichent une bonne tenue depuis une dizaine d'années par rapport à l'activité étrangère, tels que les services commerciaux et les produits pharmaceutiques, devrait se maintenir. La récente dépréciation du dollar canadien, qui a renversé une petite fraction de la détérioration de la compétitivité du Canada survenue précédemment, devrait contribuer à favoriser une expansion plus rapide des exportations (**Graphique 15** et **Encadré 3**).

Malgré la présence de signes encourageants, les longs délais nécessaires au rétablissement des chaînes d'approvisionnement et des réseaux de vente, ainsi que les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, pèseront probablement sur la capacité des entreprises canadiennes de profiter du raffermissement de la croissance à l'étranger. Dans son scénario de référence, la Banque continue par conséquent de postuler que les exportations hors produits de base progresseront un peu plus lentement que la demande étrangère (**Graphique 16**)[8].

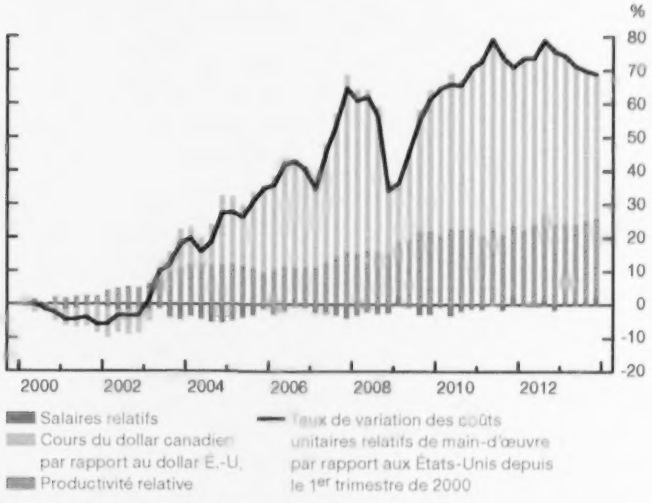
Les exportations d'énergie, qui ont été entravées en 2013 par des interruptions de la production et la congestion des infrastructures de transport, devraient gagner en vigueur en 2014 et croître à une cadence plus rapide que la demande étrangère. Cette prévision tient compte de l'intention qu'ont

8 Les plus récentes données montrent que le taux d'accroissement du nombre d'entreprises exportatrices s'est hissé en 2012 au-dessus de 3 %, y compris dans de nombreux sous-secteurs manufacturiers où le volume d'exportations a affiché une tenue décevante.

annoncée de grands producteurs d'augmenter la production, du recours grandissant au pétrole lourd canadien dans les raffineries américaines et d'une expansion additionnelle des capacités de transport ferroviaire. Le niveau plus élevé des prix de l'énergie devrait également accroître les revenus et les profits dans le secteur des ressources. De fait, des données récentes tendent à indiquer que l'on a enregistré une hausse sensible des termes de l'échange au premier trimestre.

Graphique 15 : **La récente dépréciation du dollar canadien a renversé une petite fraction de la détérioration de la compétitivité survenue précédemment**

Contribution de divers facteurs à la variation des coûts unitaires relatifs de la main-d'œuvre canadienne par rapport à ceux de la main-d'œuvre américaine, données trimestrielles

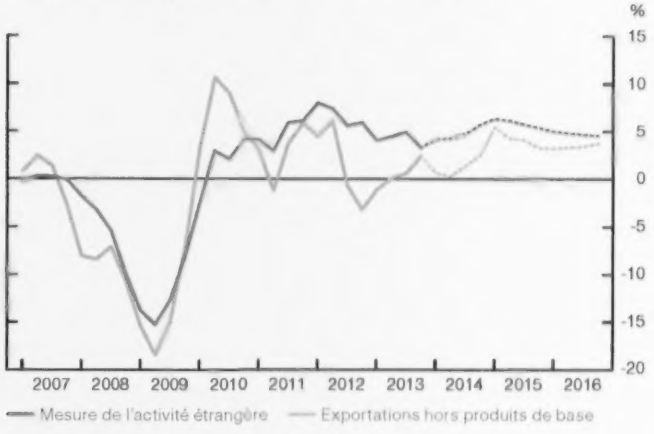


Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T4

Graphique 16 : **La croissance des exportations hors produits de base devrait progresser avec celle de l'activité étrangère**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



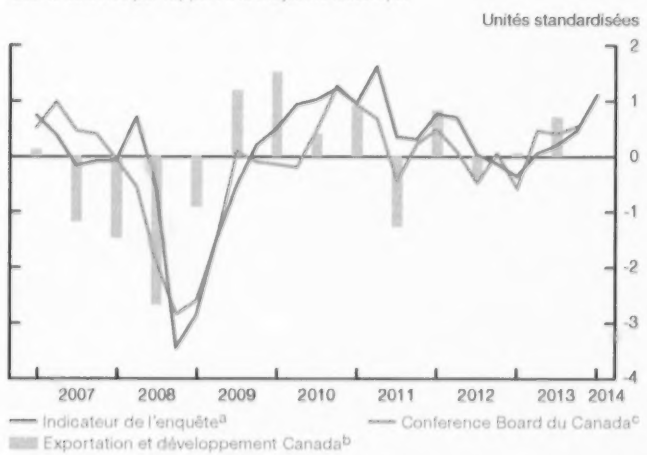
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

À mesure que les exportations se raffermiront et que l'incertitude au sujet de la demande future diminuera, la progression des investissements des entreprises devrait s'intensifier graduellement. La plus récente enquête de Statistique Canada ne fait état que d'une montée modeste des intentions d'investissement des entreprises pour 2014, à l'exception notable du secteur manufacturier, où une hausse appréciable est prévue[9]. La bonne santé financière des sociétés et le faible coût du capital fournissent néanmoins un soutien solide. La croissance des crédits aux entreprises demeure au-dessus de sa moyenne historique, et les réponses recueillies dans le cadre des plus récentes enquêtes menées par la Banque sur les perspectives des entreprises et auprès des responsables du crédit portent à croire que les conditions du crédit se sont légèrement assouplies ces derniers mois. De plus, certains indicateurs de la confiance des entreprises se sont améliorés au cours des derniers trimestres (**Graphique 17**). Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés au printemps, les intentions d'investissement en machines et matériel sont devenues positives chez les entreprises exportatrices du secteur manufacturier, notamment en ce qui concerne les biens d'équipement et le matériel de transport.

Globalement, les exportations totales devraient se redresser, mais leur profil d'évolution est plus bas que dans le *Rapport* de janvier. Cette situation est principalement due à des exportations plus faibles qu'escompté au début de 2014 et à un profil un peu plus modéré de l'activité étrangère, surtout au chapitre de l'investissement résidentiel aux États-Unis. Compte tenu des perspectives de croissance légèrement plus modestes des exportations, le profil des investissements des entreprises prévu dans le scénario de référence de la Banque est plus bas qu'en janvier.

Graphique 17 : **Certains indicateurs de la confiance des entreprises se sont améliorés au cours des derniers trimestres**

Écarts calculés par rapport à la moyenne historique



a. Cette mesure sous-jacente se fonde sur les réponses à neuf questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises. Voir L. Pichette et L. Rennison (2011), « Évaluation du contenu informatif de l'enquête sur les perspectives des entreprises : recours à une analyse en composantes principales », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 23-31.
b. Sondage sur l'indice de confiance commerciale
c. Indice de la confiance des entreprises

Sources : Conference Board du Canada, Exportation et développement Canada et Banque du Canada (y compris les calculs)

Dernières observations : automne 2013 (Exportation et développement Canada), 2013T4 (Conference Board du Canada) et 2014T1 (Banque du Canada)

9 Statistique Canada (2014), *Investissements privés et publics, 2014 (perspectives)*, 26 février.

L'offre excédentaire devrait se résorber graduellement

L'économie continuera aussi d'être soutenue par une progression modérée des dépenses de consommation durant la période de projection, qui cadre généralement avec la croissance du revenu disponible des ménages et un taux d'épargne proche de son niveau actuel. L'investissement résidentiel devrait demeurer relativement inchangé, la part qu'il occupe dans l'ensemble de l'économie se repliant pour s'établir à un niveau plus viable. Ces dernières années, les propriétaires au pays ont réalisé des économies en réduisant le montant de leurs versements lors du renouvellement de leur prêt hypothécaire à taux fixe. Toutefois, étant donné que les taux d'intérêt sont bas depuis longtemps, cet effet disparaîtra bientôt. Le profil des dépenses des ménages cadre avec un taux de croissance du crédit qui demeure bien en deçà de sa moyenne historique et des ratios de la dette au revenu des ménages qui se stabilisent au cours de la période de projection[10].

Dans l'ensemble, on estime que la croissance du PIB réel avoisinera 2 1/2 % en moyenne en 2014 et en 2015, avant de ralentir pour s'établir en 2016 autour du rythme d'expansion de la production potentielle de 2 % (**Tableau 2** et **Tableau 3**). Compte tenu du degré d'incertitude inhérent aux projections, la Banque est d'avis que la croissance du PIB se situera vraisemblablement à ± 0,5 point de pourcentage du taux prévu dans le scénario de référence en 2014, et à l'intérieur d'une fourchette un peu plus large en 2015 et en 2016[11].

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a,b]

	2013	2014	2015	2016
Consommation	1,2 (1,2)	1,4 (1,3)	1,4 (1,3)	1,1
Logement	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,1)	0,0
Administrations publiques	0,1 (0,2)	0,1 (0,2)	0,2 (0,1)	0,3
Investissements fixes des entreprises	0,1 (0,1)	0,2 (0,4)	0,7 (0,9)	0,8
Total partiel : demande intérieure finale	1,4 (1,5)	1,7 (1,9)	2,2 (2,2)	2,2
Exportations	0,6 (0,3)	0,5 (1,2)	1,7 (1,8)	1,5
Importations	-0,4 (-0,3)	0,1 (-0,6)	-1,4 (-1,4)	-1,4
Total partiel : exportations nettes	0,3 (0,0)	0,6 (0,6)	0,3 (0,4)	0,1
Stocks	0,3 (0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
PIB	2,0 (1,8)	2,3 (2,5)	2,5 (2,5)	2,2
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,9
Revenu intérieur brut réel	2,0 (1,8)	2,6 (2,5)	3,0 (2,6)	2,6

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de janvier 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Annexe A de la livraison d'octobre 2013 du *Rapport*.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours exactement au total.

10 Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages s'est inscrit en légère baisse au quatrième trimestre de 2013, mais il reste élevé. Toutefois, le ratio du service de la dette des ménages se situe à son niveau le plus bas jamais enregistré.

11 Voir l'Encadré 1 du *Rapport* d'octobre 2013.

Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne**[a]

	2013	2014				2015				2016			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,9 (2,5)	1,5 (2,5)	2,5 (2,5)	2,6 (2,5)	2,5 (2,6)	2,5 (2,5)	2,4 (2,5)	2,4 (2,3)	2,3 (2,2)	2,2	2,1	2,0	2,0
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,3)	2,3 (2,3)	2,4 (2,5)	2,4 (2,5)	2,3 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	2,4 (2,5)	2,4 (2,4)	2,3	2,2	2,1	2,1
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,2 (1,0)	1,2 (1,2)	1,4 (1,3)	1,6 (1,5)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,9 (0,9)	1,3 (0,9)	1,6 (1,2)	1,8 (1,4)	1,9 (1,5)	2,0 (1,7)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	1,4 (1,0)	1,5 (1,2)	1,8 (1,4)	1,9 (1,5)	2,0 (1,7)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de janvier 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur la moyenne des cours au comptant observés pendant la période récente.

Comme le taux de croissance projeté du PIB réel devrait dépasser celui de la production potentielle, la Banque s'attend à ce que l'économie retourne graduellement à son plein potentiel au cours des deux prochaines années[12]. Le taux d'expansion de la production potentielle devrait demeurer plutôt stable, aux alentours de 2 %, une hausse de la croissance tendancielle de la productivité du travail étant contrebalancée par un nouveau recul de la croissance tendancielle du facteur travail, associé aux forces démographiques à l'œuvre[13].

La hausse projetée de la productivité tendancielle du travail repose sur l'hypothèse selon laquelle les retombées de la croissance des investissements des entreprises contribueront à une poursuite de l'approfondissement du capital. Toutefois, la trajectoire future de la production potentielle pourrait dévier de celle projetée dans le scénario de référence. En particulier, la contribution de la croissance tendancielle de la productivité du travail dépendra de nombreux facteurs, notamment le dynamisme de la demande de biens et services canadiens, le montant des investissements des entreprises existantes en recherche-développement et en technologie, et le nombre de nouvelles firmes créées. Ainsi, une demande étrangère d'exportations canadiennes plus forte qu'escompté pourrait se traduire par des investissements des entreprises et une création nette de firmes plus importants, ce qui pourrait donner lieu à une productivité et à une production potentielle plus élevées.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner lentement à 2 %

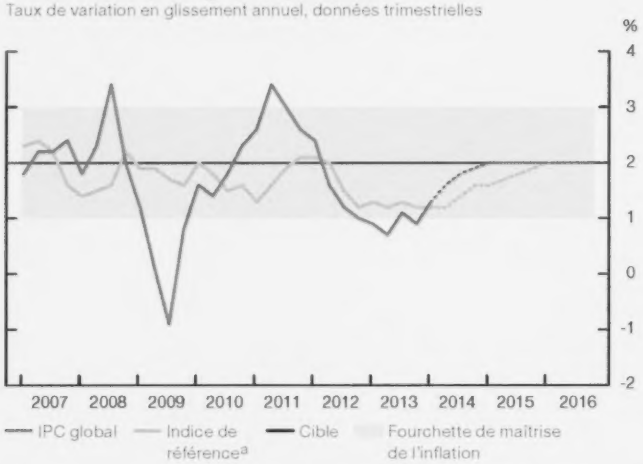
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer tout juste au-dessus de 1 % au premier semestre de 2014 et retourner graduellement à 2 % d'ici le début de 2016, à mesure que les capacités excédentaires se résorberont et que l'incidence de la concurrence accrue se dissipera (**Graphique 18**). Selon des informations anecdotiques, les effets de la concurrence pourraient persister plus longtemps qu'on ne l'avait supposé précédemment. Le niveau plus bas du dollar canadien, en revanche, devrait continuer d'exercer au cours des prochains trimestres une certaine pression à la hausse sur l'inflation, qui se fait sentir directement sur les prix des biens et services importés et indirectement par la voie d'une demande accrue.

12 Le scénario de référence est établi autour du point médian de la fourchette relative à l'écart de production au premier trimestre de 2014 (c'est-à-dire environ 1 %).

13 Voir l'Annexe A du *Rapport* d'octobre 2013.

Graphique 18 : **L'inflation mesurée par l'indice de référence est modérée et devrait retourner graduellement à 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global restera supérieure à l'inflation mesurée par l'indice de référence jusque vers la fin de l'année prochaine, sous l'effet surtout du niveau plus élevé des prix de l'énergie.

Bien que l'on s'attende à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global demeure au-dessus de celui de l'indice de référence et près de la cible, une grande incertitude entoure son profil d'évolution, étant donné que l'IPC global intègre les variations de composantes très volatiles telles que les prix de l'essence et du gaz naturel. Par exemple, si l'on postulait, dans le scénario de référence, des cours du pétrole inférieurs (supérieurs) de 10 % aux hypothèses actuelles, l'inflation mesurée par l'IPC global serait inférieure (supérieure) de 0,3 point de pourcentage sur la prochaine année. En outre, on ne sait pas avec certitude dans quelle mesure les incidences de la récente dépréciation du dollar canadien sur l'inflation seront compensées par les effets de la concurrence.

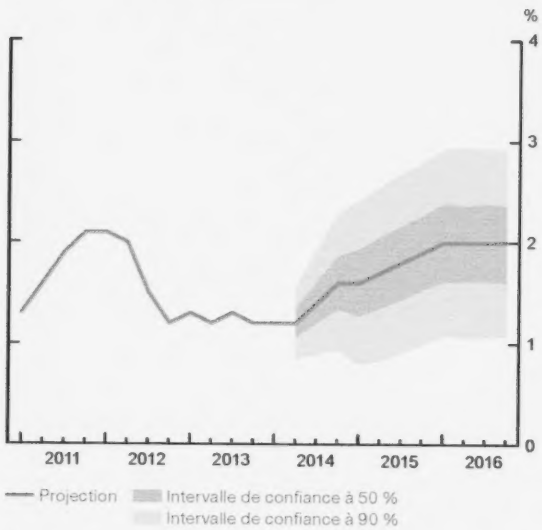
La Banque a recours à l'inflation mesurée par l'indice de référence pour la guider dans la conduite de la politique monétaire, car elle lui permet de faire abstraction des variations du taux d'inflation qui sont vraisemblablement temporaires. L'offre excédentaire doit se résorber pour éviter que l'inflation mesurée par l'IPC global ne redescende sous la cible de 2 % une fois que les effets des composantes volatiles s'estomperont.

Le profil d'évolution plus élevé de l'inflation mesurée par l'IPC global devrait renforcer l'ancrage des attentes d'inflation à la cible de 2 %. Les indicateurs des attentes d'inflation à court terme sont un peu inférieurs à la projection de la Banque. Les compilations de Consensus Economics publiées en mars font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,5 % pour 2014 et de 1,9 % pour 2015. De même, selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque, plus de 90 % des firmes sondées estiment que l'inflation s'établira à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %, une majorité de répondants étant d'avis qu'elle se situera dans la moitié inférieure de cette fourchette. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global en 2014 est de ± 0,3 point de pourcentage[14]. Cet intervalle vise à déterminer l'incertitude *ex ante* de la prévision. Les graphiques en éventail suivants, obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs *ex post* des modèles de projection de la Banque, permettent d'offrir une perspective complémentaire. Le **Graphique 19** et le **Graphique 20** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2014 à la fin de 2016. Le degré d'incertitude entourant la prévision d'inflation et, en particulier, l'éventail des résultats plus faibles que projeté sont des considérations majeures pour la politique monétaire à mettre en œuvre, compte tenu du bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Graphique 19 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

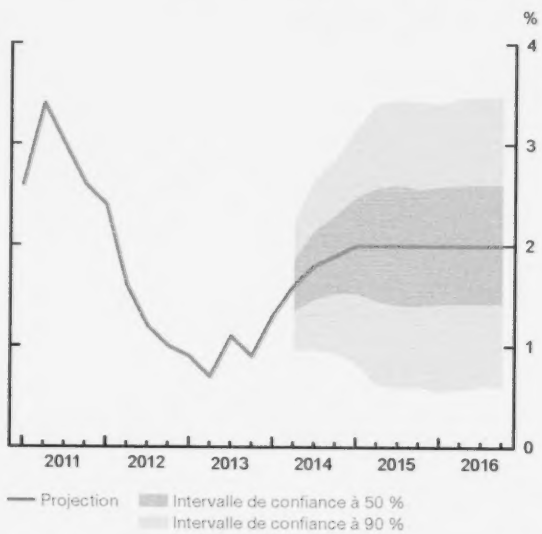
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 20 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

14 Pour obtenir des précisions sur le mode de calcul de cet intervalle, voir l'Encadré 1 du *Rapport* d'octobre 2013.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques touchant l'inflation sont les suivants :

1) **Demande intérieure plus robuste aux États-Unis**

La demande privée plus forte qu'escompté aux États-Unis constitue le plus important risque à la hausse en matière d'inflation au Canada. De solides bilans et une atténuation de l'incertitude inciteront peut-être les entreprises à tirer parti du raffermissement de la demande en augmentant plus que prévu leurs investissements. De même, à mesure que la réduction du levier d'endettement s'atténue, le rythme de progression des dépenses de consommation pourrait s'accélérer davantage. Chacun de ces scénarios contribuerait à stimuler l'activité économique et la confiance de façon générale, ce qui aurait des retombées positives dans l'ensemble de l'économie américaine. L'accroissement de l'activité aux États-Unis se traduirait, à son tour, par une montée des exportations canadiennes et un renchérissement des produits de base. En outre, le regain de confiance serait favorable à la demande intérieure privée au Canada.

2) **Poursuite de la tenue décevante des exportations canadiennes**

Un large éventail de secteurs d'exportation devraient bénéficier du raffermissement continu de l'économie américaine. De plus, la récente dépréciation du dollar canadien facilitera le rajustement de la croissance des exportations en fonction de l'activité étrangère. Jusqu'à présent, toutefois, la remontée anticipée des exportations hors énergie tarde à se manifester. Le rajustement de la croissance se produira à un moment qui demeure très incertain et pourrait exiger plus de temps que ne le prévoit la Banque actuellement. Une reprise plus lente des exportations hors énergie se traduirait également par un rythme d'expansion des investissements des entreprises plus lent, en particulier les investissements en machines et matériel. Un affaiblissement des exportations et des investissements des entreprises constituerait un risque à la baisse en matière d'inflation.

3) **Resserrement marqué des conditions du crédit en Chine et dans d'autres économies émergentes**

Les efforts déployés par les autorités chinoises dans le but de remédier aux vulnérabilités dans le secteur bancaire parallèle et de ménager un atterrissage en douceur dans le secteur de l'immobilier pourraient donner lieu à un ralentissement plus prononcé que prévu de la progression du crédit et à une longue période de réduction du levier d'endettement qui freineraient la croissance. Il existe aussi un risque que l'incertitude politique accrue dans d'autres économies émergentes, les progrès insuffisants au chapitre des réformes économiques et/ou les doutes entourant l'incidence de la normalisation de la politique monétaire américaine déclenchent des sorties de capitaux de plus grande ampleur et un durcissement des conditions du crédit. De tels chocs pourraient avoir des retombées négatives sur l'économie mondiale et se traduiraient pour l'économie canadienne par une baisse des exportations, un affaiblissement des prix des produits de base et une détérioration des termes de l'échange.

4) **Déséquilibres dans le secteur des ménages**

Les données récentes concernant le marché du logement continuent de cadrer avec le scénario de référence de la Banque prévoyant un atterrissage en douceur. Depuis plus d'un an, les mises en chantier sont restées généralement en deçà des estimations de la Banque pour ce qui est de la demande liée à l'évolution démographique et, depuis novembre 2013, les ventes de maisons existantes ont été inférieures à la moyenne sur dix ans. Cependant, en raison des niveaux d'endettement élevés et des prix des maisons qui avoisinent des sommets inégalés par rapport aux revenus, les ménages demeurent vulnérables à des chocs négatifs. Le risque d'une correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages, s'il se matérialisait, pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres pans de l'économie et sur l'inflation.